

DOI: <http://dx.doi.org/10.21686/2410-7395-2023-2-72-84>

**ФИКСИРОВАННЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ
РЕЖИМЫ - ДЕБАТЫ И АРГУМЕНТЫ
(продолжение)**

Н. Неновски

Университет Пикардии Жюль Верна, Франция;
Болгарский национальный банк

А. Фодо

Университет Гренобль-Альпы, CREG, Франция

Статья является продолжением опубликованного ранее в журнале материала (Фиксированные денежные режимы - дебаты и аргументы // Международная торговля и торговая политика. - 2023. - Т. 9. - № 1 (23). - С. 22-35). Во второй части статьи рассматриваются особенности конкретных проявлений типов институциональных решений в рамках фиксированных обменных курсов. Представлены основные проблемы, возникающие при согласовании независимых национальных валютных курсов. Подробно описаны четыре институциональных и организационных решения проблем координации, а именно: краткосрочный контроль за движением капитала, валютное управление и односторонняя долларизация (евроизация), а также клиринговый союз. Обсуждаются преимущества и недостатки указанных решений.

Ключевые слова: фиксированные валютные режимы, обменный курс, международные валютно-финансовые отношения, денежно-кредитная политика, валюта.

**FIXED MONETARY REGIMES -
DEBATES AND ARGUMENTS
(Continued)**

Nikolay Nenovsky

University of Picardy Jules Verne, France;
Bulgarian National Bank

Adrien Faudot

University of Grenoble Alpes, Center of Research in Economics
of Grenoble (CREG), France

The article elaborates material published earlier in the journal (Fixed Monetary Regimes - Debates and Arguments // International Trade and Trade Policy, 2023, Vol. 9, N 1 (33), pp. 23-35). The second part of the article examines the features of specific manifestations of types of institutional decisions within the framework of fixed exchange rates. The main problems arising in the coordination of independent national exchange rates are presented. Four institutional and organizational solutions to coordination problems are described in detail, namely: short-term capital movement control, currency management and unilateral dollarization (euroization), as well as a clearing union. The advantages and disadvantages of these solutions are discussed.

Keywords: fixed monetary regimes, exchange rate, international monetary and financial relations, monetary policy, currency.

Цель международной валютной координации

Как отмечают М. Обстфельд, А. М. Тейлор, «хотя плавающие валютные курсы могут позволить отдельным странам в определенной степени стабилизироваться, они также поднимают извечную проблему конкурентного обесценивания валют, при котором спрос просто перемещается между странами» [22. – Р. 21]. Политика разорения соседей, вызванная обесцениванием обменного курса как инструмента корректировки платежного баланса, – это извечная проблема. У стран может возникнуть соблазн полагаться на девальвацию или обесценивание валюты для стимулирования внутренней экономики. Как известно, девальвация валюты может способствовать увеличению экспорта при одновременном сокращении импорта. Этот вопрос был поднят после Великой рецессии 2008 г. Например, О. Бланшар [1] напоминает, что монетарная политика в странах с развитой экономикой после 2008 г. привела к повышению курса валют в странах с развивающимися рынками, что снизило их конкурентоспособность и вызвало недовольство официальных лиц. Желаемое обесценивание валюты приводит к снижению реальной заработной платы (в пересчете на импортные товары) и может увеличить внутреннюю занятость. Как таковое оно относится к политике разоренного соседа [4].

В свою очередь Дж. Робинсон в 1937 г. отмечал, что «На каждый рост занятости внутри страны приходится соответствующий рост безработицы за рубежом, где экспортные отрасли потеряли свои рынки, а отечественная промышленность подвергается конкуренции со стороны дешевого импорта. Для остального мира условия спада становятся еще более тяжелыми. С националистической точки зрения это само по себе не имеет значения, если безработные являются иностранцами, но это приводит к последствиям, с которыми должен считаться самый закоренелый националист. Ибо другие страны, оказавшись в более жалком положении, чем когда-либо, будут иметь еще более сильные мотивы для защиты себя путем тарифов, девальвации или сокращения заработной платы» [24. – Р. 87].

Снижение курса может привести к ответным мерам. По этой причине Международный валютный фонд, созданный в Бреттон-Вудсе в 1944 г., имел главной задачей «осуществление жесткого надзора за политикой валютных курсов членов» (статья IV). О любом значительном изменении валютного курса необходимо было уведомлять Фонд. С момента создания МВФ это правило было нарушено несколькими странами. Наиболее значительное отступление от этого правила произошло в 1971 г. со стороны США. Торговые конфликты и убеждение, что доллар США переоценен, привели к корректировке обменного курса вместо торговых ограничений [14. – Р. 268–269].

Большинство сторонников фиксированных обменных курсов не обязательно враждебно относятся к любым изменениям паритетов [12. – Р. 83], особенно когда старые паритеты не подходят и даже препятствуют внутренней корректировке¹. Тем не менее любое изменение паритетов не освобождает внутреннюю экономику от реальных корректировок, которые должны быть сделаны.

Так, М. А. Хейлприн [11. – Р. 168] указывает, что процесс международного перебалансирования должен происходить независимо от режима обменного курса. В случае дефицита страна должна выбрать один или несколько вариантов из следующего списка: стимулирование экспорта; ограничение импорта; поощрение внутренних иностранных инвестиций и ввод иностранных краткосрочных депозитов; дестимулирование национальных инвестиций за рубежом; покупка краткосрочных депозитов за рубежом. В случае положительного сальдо стране придется восстанавливать равновесие с помощью тех же инструментов в противоположном направлении: стимулирование импорта; сдерживание экспорта; сдерживание иностранных инвестиций в страну или стимулирование инвестиций за рубежом.

Существенное различие между фиксированным и гибким режимами заключается в том, что процесс восстановления равновесия может происходить при организованной денежной системе по сравнению с неорганизованной денежной системой. Это заставило приверженцев классических принципов Общества Мон Пелерин (включая Ф. Хайека, Л. Мизеса, М. Хейлприн и др.) отвергнуть плавающие курсы под предлогом того, что они будут способствовать беспорядку и денежному национализму. Фиксированные валютные курсы могут способствовать созданию форума для обсуждения международной валютной координации. Фиксированный режим можно считать первым шагом к валютной интеграции (в противоположность дезинтеграции) и дальнейшему международному сотрудничеству. Вне этой логики сотрудничества малые страны часто принимают решение зафиксировать свой обменный курс относительно регионального или глобального гегемона, поскольку они учитывают особенности национальной экономики, включая геоэкономические и геополитические связи.

Среди вышеупомянутых инструментов внешней корректировки некоторые из них являются экспансионистскими, а другие – дефляционными. Чтобы избежать дефляции, которая очень болезненна, как признает, например, П. Кругман [16], страна с дефицитом должна избегать сокращения импорта, в то время как страна с профицитом должна увеличить импорт и стимулировать инвестиции за рубежом.

¹ Красноречивым примером является общая валюта зоны СФА в Африке, созданная в 1948 г. и девальвированная в 1994 г. на 50%. С тех пор поддерживается новый паритет фиксированного обменного курса.

Три предложения представляются подходящими для поддержания фиксированных обменных курсов в течение длительного времени: первые два (валютные советы, с одной стороны, и контроль за движением капитала – с другой) уже не раз применялись, в то время как третье (Международный клиринговый союз) так и осталось на стадии проекта.

Валютные советы, односторонняя долларизация и евроизация

Сторонники валютных советов (Currency boards) или односторонней и несогласованной долларизации (или евроизации) поддерживают плавающий курс, признавая, что режимы привязанных курсов неустойчивы. Они несовместимы с проведением активной монетарной политики (через попытки стерилизации), поскольку это рано или поздно приводит к кризису.

По мнению К. Шулера, «Дискреционные монетарные власти, такие как центральные банки, как правило, не добивались успеха в поддержании жесткого обменного курса, потому что делали это непоследовательно. Анализ спроса и предложения денег показывает противоречие в использовании стерилизованных интервенций для одновременного таргетирования обменного курса и номинального предложения денег, как это делают почти все центральные банки иногда, а многие – большую часть времени» [26. – Р. 85].

«Привязанные курсы неизменно приводят к конфликтам между политикой обменного курса и денежно-кредитной политикой. <...> Возникают кризисы платежного баланса, когда монетарные власти все больше компенсируют сокращение иностранного компонента денежной базы базовыми деньгами, созданными внутри страны» [9. – Р. 91].

В отличие от них, валютные советы и долларизация основаны на автоматических монетарных *правилах*, а монетарная политика делегируется авторитетному иностранному центральному банку. Это устраняет валютный риск, снижает премию за риск, укрепляет торговлю с якорной зоной и привлекает иностранный капитал. При валютных советах, помимо юридической привязки обменного курса к стабильной иностранной валюте, существует также 100%-ное (иногда меньше) юридическое покрытие денежной базы и основных обязательств центрального банка высоколиквидными активами в иностранной валюте¹ [25]. Конвертируемость является полной. В этом случае баланс центрального банка, как правило, исключает внутренние источники денежной базы и полностью отказывается от активной монетарной политики. Денежная база определяется эндогенно спросом на деньги [9]. В такой конфигурации цен-

¹ Валютные советы последних десятилетий, некоторые из которых существуют и сегодня, – это Гонконг (с 1983 г.), Эстония (1992–2011 гг.), Литва (1994–2015 гг.), Болгария (с 1997 г.), Босния и Герцеговина (с 1994/1998 гг.), Аргентина (1991–2002 гг.), Джибути (с 1949 г.). Сегодня обсуждается введение валютного совета в Ливане.

тральный банк не может влиять на ликвидность системы, не может проводить операции на открытом рынке или выступать в качестве кредитора последней инстанции (КПИ). В каждом конкретном национальном случае можно найти остаточные варианты влияния на ликвидность, но это скорее исключения. Валютный совет считается устойчивым благодаря сильному эффекту доверия (создаваемому якорной валютой), а также вследствие эффекта дисциплины и системного характера жестких бюджетных ограничений (жесткой экономии) [5].

М. Фридман, которого часто считают гуру плавающих валютных курсов, на самом деле выступает за валютные советы (или, как он их называет, единую валюту для малых и периферийных экономик, «<Единая> валюта обеспечивает максимальную степень интеграции данной страны с большим миром. <...> Поэтому я считаю, что нет никакого конфликта между настоящей поддержкой плавающих курсов для крупных стран и существованием валютных блоков меньших стран, присоединенных к крупным странам» [Цит. по: 6. – Р. 14–15].

Вместе с тем были различные институциональные отступления от классических принципов валютных советов [3]. Новое поколение валютных советов, в отличие от колониальных версий валютных советов (часто называемых первым поколением), допускает определенную гибкость для проведения современной монетарной политики (резервные требования, частичный КПИ, наличие государственного депозита на балансе центрального банка и пр.).

Стоит отметить, что трансграничное движение капитала в настоящее время приводит к нестабильности как в направлении спекулятивного роста кредитов, так и быстрого вывода иностранного капитала во время кризиса. Эта нестабильность проявляется как через банковскую систему, так и через другие виды внешнего притока капитала, например, фонды, Европейский союз в европейских странах. Это также относится и к долларovým странам. Именно поэтому, особенно после 2008 г., большинство валютных советов и долларизованных стран проводят активную политику регулирования, особенно в отношении иностранных банков.

Долларизация – это режим, при котором иностранная валюта официально принимается в качестве законного платежного средства, а национальная валюта полностью упраздняется (за некоторыми исключениями, когда в обращении находятся национальные монеты небольшого достоинства)¹ [2]. Односторонняя евроизация, которая не согласована, является формой долларизации с использованием европейской валюты вместо доллара США. Односторонне евроизированные страны следует отличать от членов еврозоны, поскольку они не участвуют в работе руково-

¹ Среди примеров долларизации отметим Панаму (1904 г.), Эквадор (с 2000 г.), Сальвадор (с 2001 г.), Венесуэлу (2021 г.), а в качестве евроизации – Косово (с 1999 г.) и Черногорию (с 1999 г.). [19].

дящих институтов еврозоны. Подобно тому, как долларизированные экономики поступили с долларом США, евроизированные экономики в одностороннем порядке приняли евро в качестве законного платежного средства. В этой чрезвычайно зависимой денежной форме существуют денежные органы, которые лишь условно можно назвать центральными банками (например, Центральный банк Черногории [7]). Конвертируемость полная, притом что денежно-кредитная политика отсутствует. В связи с этим необходимо ввести в обращение банкноты иностранной валюты, что делается путем единовременной конвертации иностранных резервов в банкноты, которые в конце концов нужно будет купить. Этот режим в конечном итоге связывает динамику денежно-кредитных процессов с динамикой ведущих центров и является чрезвычайно дисциплинирующим для государственных финансов.

Долларизация или валютные советы в целом поддерживаются ортодоксальными экономистами и монетаристами и не только. Бэзил Мур, известный посткейнсианец, в 2004 г. после фиаско в Аргентине утверждал, что долларизация является вторым лучшим вариантом стабилизации обменных курсов, поскольку долгожданная международная валютная реформа не происходит. Преимущество долларизации в том, что она является вариантом снизу вверх, поскольку для ее реализации не требуется новой конференции, такой, например, как Бреттон-Вудс. Решение сверху вниз – создание Международного клирингового союза – крайне маловероятно и политически наивно. По мнению Мура, долларизация превосходит режимы фиксированных курсов именно потому, что она позволяет избежать риска нарушения фиксированных курсов путем девальвации и в то же время интегрирует денежные системы разных стран. В конечном счете страны, принимающие доллар США, будут все чаще получать доходы от сеньоража и даже будут представлены в Комитете по открытым рынкам Федеральной резервной системы [20. – P. 652].

Выбор валютного совета и долларизации чаще всего является результатом геополитического выбора и самонавязанной стратегической зависимости. Например, выбор валютного правления в странах Балтии в начале 1990-х гг., а затем немецкой марки в качестве официального законного платежного средства в Черногории и Косово, является видимым проявлением стремления национальных элит, а также внешних центров, заменить геополитический якорь: в первом случае заменить СССР/Россию Германией и Европейским союзом, а во втором – заменить Югославию/Србию Германией. Следует также добавить, что для малых стран политический цикл приводит к крайней нестабильности их валютных режимов, которые становятся заложниками политической борьбы и чаще всего приводят к инфляции, девальвации и финансовому кризису (часто называемому финансово-инфляционной травмой). Это озна-

чает, что в малых странах зависимость денежного режима от внутренних факторов относительно больше, чем их внешняя зависимость.

Важное значение имеют и неформальные монетарные практики, которые также являются частью денежной системы страны; наиболее распространенная форма – валютная субституция. Она выражается в предпочтениях потребителей и производителей в малой и периферийной стране платить, измерять и сберегать в стабильной иностранной валюте. Оба валютных режима вписываются в модель зависимого капитализма, которая в принципе может быть вполне успешной [19].

Валютный совет и долларизацию также критикуют с технической точки зрения: денежная политика страны-якоря передается пассивно; нет инструментов для реагирования на асимметричные шоки; нет КПИ; конкурентоспособность теряется из-за завышенного обменного курса. Странники этих режимов отмечают, что их целью является пассивное поведение (следование за ведущим якорем) и что другой тип режима, скорее всего, будет менее успешным. Они также утверждают, что экономика может приспособиться к любому уровню номинального обменного курса. Отсутствие номинального обесценивания национальных денег оказывает стимулирующее воздействие, заставляя фирмы повышать производительность, а правительства – поддерживать строгую фискальную дисциплину.

Странники валютных советов или долларизации признают, что такие соглашения о валютном курсе влекут за собой реальные корректировки, которые *должны быть сделаны* в случае внешнего неравновесия, что означает дефляционную политику в случае дефицита текущего счета. На практике это болезненно. Вряд ли можно избежать дефляции в случае внешнего дефицита, какой бы режим обменного курса не был принят. Два альтернативных варианта политики все же смягчают обращение к дефляции.

Контроль краткосрочного капитала и клиринговые союзы

Одним из аргументов в пользу гибких курсов является то, что центральный банк, отказываясь от поддержки официального паритета, избегает дорогостоящей борьбы с валютными спекулянтами. Однако этой борьбе лучше избежать, введя контроль над потоками «горячих денег» [29]. Основаниями для отказа от контроля над движением капитала являются неправильное распределение капитала и серьезные проблемы, возникающие в связи с этим¹.

¹ Другое возражение заключается в том, что контроль за движением капитала сложно реализовать на практике. «Через некоторое время люди находят лазейки, происходит скрытый отток капитала, и центральный банк снова сталкивается с оттоком иностранных резервов [26. – Р. 98]. Этот аргумент согласуется с опытом многих стран в XX в.

Эти аргументы основываются на том, что регулирование рынка капитала отделяет внутренние рынки от международных [8. – Р. 58]. Однако это можно рассматривать как вариант политики выборочного контроля за движением капитала, которая разрешает большую часть притока и оттока капитала, предотвращая при этом некоторые категории волатильных потоков капитала с низкой социальной полезностью. Это подразумевает отбор потоков капитала.

Финансиализация усилила необходимость обсуждения правил контроля за движением капитала. После финансового кризиса 2008 г. экономисты различных школ рекомендовали введение контроля за движением капитала. При этом не только гетеродоксальные экономисты традиционно поддерживали эти инструменты (среди них – посткейнсианцы, латиноамериканские структуралистские школы). Например, Р. Маккиннон, Г. Шнабл [18] рекомендуют введение контроля за движением капитала в ответ на проблемный приток капитала, вызванный экспансионистской денежно-кредитной политикой в развитых странах и спросом на более высокие процентные ставки в странах с развивающейся экономикой. Даже представители МВФ предлагают контроль за движением капитала в качестве одного из вариантов политики стабилизации национальной экономики [23]. На практике после Второй мировой войны число стран, применявших валютный контроль или выборочный контроль за краткосрочным капиталом, резко сократилось. Однако, как отмечают Е. Ильзецки и др. [13. – Р. 635–637], с середины 2014 г. правительства многих развивающихся стран и стран с формирующимся рынком перешли к контролю за капиталом.

Это решение, вероятно, ограничено по времени и масштабам. Контроль за движением капитала постепенно теряет свою эффективность, когда потоки капитала находят другие пути для достижения своего назначения. За последние два десятилетия примером этого стал Китай, где инвесторы и спекулянты использовали различные каналы для обхода существующих мер контроля, включая дезинвойсинг в торговле и нерепатриацию прибыли.

Несмотря на регулирование счета капитала, в период 2014–2017 гг. наблюдался массовый отток капитала из Китая, который удалось остановить только благодаря ужесточению мер контроля, да и то неполностью. В идеале, чтобы быть эффективным в долгосрочной перспективе, контроль за движением капитала должен применяться с двух концов, когда центральные банки сообщают друг другу о трансграничных потоках капитала [10]. Такая схема требует международного сотрудничества и может представлять собой еще один путь к более интегрированной международной валютно-финансовой системе.

Создание Клирингового союза и Международного инвестиционного совета

Международный клиринговый союз был разработан Кейнсом после войны для Бреттон-Вудской конференции. Работая над схемой послевоенного международного валютного порядка, Кейнс назвал свой первый проект в 1941 г. «Предложения по международному валютному союзу» [15. – Р. 33]. Последующие проекты были переименованы в «Предложения по международному клиринговому союзу». Идея Кейнса состояла в том, чтобы создать унификацию мировой валютной системы по образцу национальных валютных систем. Позже многие экономисты широко использовали сравнение национальной и международной валютной интеграции [4; 20; 28].

Предположим, денежное хозяйство, в котором коммерческие банки выпускают банковские деньги посредством децентрализованной кредитной политики. Каждый коммерческий банк выпускает свои собственные банковские деньги, но при этом контролируется центральным банком. Роль центрального банка, выпускающего «центральные деньги», заключается в унификации денежной системы. В результате коммерческому банку, выпускающему банковские деньги, не приходится девальвировать (ревальвировать) свой обменный курс, когда он регистрирует межбанковский дефицит (профицит). Этой проблемы не существует, поскольку межбанковский денежный рынок, контролируемый центральным банком, рециклирует излишки в пользу дефицитных банков. Центральный банк компенсирует несостоятельность межбанковского денежного рынка в случае всеобщего недоверия и кредитного кризиса. Благодаря ежедневным операциям центрального банка обязательства коммерческих банков (т. е. банковские депозиты) являются взаимозаменяемыми платежными средствами *по номиналу*. Обязательства коммерческих банков не обмениваются между клиентами до тех пор, пока паритет надежно обеспечивается этими механизмами современной банковской системы. Клиринговый союз Кейнса призван воспроизвести банковскую систему на международном уровне. По сути, это проект фиксированных валютных курсов.

Как отмечает Р. Маккиннон [17. – Р. 760], валютные рынки больше не должны существовать в рамках Международного клирингового союза, поскольку они должны быть заменены взаимным клирингом центральных банков в Международном клиринговом союзе. Следовательно, валюты перестанут обмениваться на валютных рынках. Как пишет Кейнс, «Центральные банки будут покупать и продавать свои собственные валюты между собой только против дебетов и кредитов их счетов в Клиринговом банке... Каждая национальная валюта будет иметь фиксированную стоимость <...>, определенную при создании Валютного союза в деньгах Клирингового банка» [15. – Р. 33]. Национальные валюты будут оставаться конвертируемыми до тех пор, пока система номинальной сто-

имости поддерживается Международным клиринговым союзом, точно так же, как в национальных банковских системах, клиент одного банка может конвертировать свои вклады во вклады другого банка.

Такой план подразумевает интеграцию и объединение национальных банковских систем. Фиксация паритетов и создание международной валютной единицы – лишь части этой амбициозной международной интеграции. Для того чтобы валютная унификация была устойчивой во времени, она должна включать в себя интеграцию торговли и рынков капитала. Это означает, что страны должны упорядоченно и устойчиво перераспределять положительное сальдо торгового баланса в дефицитные регионы посредством финансовых трансфертов.

Во время дискуссий о послевоенном валютном порядке оксфордские экономисты М. Калецкий, Т. Балог и М. Шумахер внесли предложения по улучшению плана Кейнса в этом направлении, в частности, создать Международный инвестиционный совет наряду с Международным клиринговым союзом [27]. На самом деле план Кейнса в основном касался счета текущих операций и не уделял должного внимания международным инвестициям. Поэтому М. Калецкий, Т. Балог и М. Шумахер в своем плане предусмотрели создание Международного инвестиционного совета под эгидой Организации Объединенных Наций, который бы отдельно занимался странами, нуждающимися в инвестициях для целей послевоенного восстановления, развивающимися странами и странами с краткосрочным дефицитом. Их план позволил бы направить трансграничные инвестиционные потоки, особенно в слаборазвитые страны, которые могут привести к дисбалансу текущего и финансового счетов. Эта схема должна была способствовать политике полной занятости, а также экономическому развитию и фиксированным паритетам.

План Кейнса в сочетании с предложениями М. Калецкого, Т. Балого и М. Шумахера мог бы решить главную проблему нынешней международной валютной (не)системы. В таких условиях валютный плюрализм, т. е. сосуществование многих национальных валют, перестал бы быть проблемой, поскольку национальные валюты стали бы частью действительно международной валютной системы. Оставшимися чувствительными вопросами в такой организации будут арбитраж между правилами и свобода действий [15. – Р. 116]. Взаимные обязательства основаны на правилах: они ограничивают свободу действий, чтобы сохранить сплоченность Клирингового союза.

Заключение

На сегодняшний день предполагаемые преимущества гибких курсов уменьшаются, в то время как фиксированные курсы по-прежнему имеют преимущество для содействия интеграции. Рассмотренные варианты политики повышают устойчивость и привлекательность режимов

фиксированных курсов: принятие, основанное на правилах валютного совета (долларизация), введение селективного контроля за движением капитала, создание Международного клирингового союза. Эти варианты политики очень разные, оказывают разное воздействие и сохраняют разные переменные.

Первые два варианта – контроль за движением капитала или валютный совет и долларизация – могут быть реализованы в одностороннем порядке (хотя их эффективность повышается при двустороннем международном сотрудничестве). Международный клиринговый союз – это более амбициозный план, который сохраняет и международную интеграцию, и макроэкономическую стабильность, однако следует признать, что такая схема сотрудничества поднимает вечный вопрос политической осуществимости.

References

1. Blanchard O. Currency Wars, Coordination, and Capital Controls. *International Journal of Central Banking*, 2017, Vol. 13, Issue 2, pp. 283–308.
2. Bogetić Ž. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. *Cato Journal*, 2000, Vol. 20, Issue 2, pp. 179–213.
3. Camillieri Gilson M-T. Policy Pre-Commitment and Institutional Design: a Synthetic Indicator Applied to Currency Boards, *OECD working paper*, 2002, No. 330.
4. Davidson P. Reforming the world's money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 1992, Vol. 15, Issue 2, pp.153–179.
5. Desquilbet J-B., Nenovsky N. Credibility and Adjustment: Gold Standards and Currency Boards Compared, *William Davidson Institute Working Paper*, 2004, No. 692.
6. Edwards S. Milton Friedman and Exchange Rates in Developing Countries. *NBER Working Paper*, 2020, No. 27975.
7. Fabris N., Vukajlovic-Grba D., Radunović T., Janković H. Economic Policy in Dollarized Economies with a Special Review of Montenegro. *Working Paper*, 2004, No 1.
8. Guzman M., Ocampo J. A., Stiglitz J. E. Real Exchange Rate Policies for Economic Development. *World Development*, 2018, Vol. 110, pp. 51–62.
9. Hanke S. Currency Boards. *Annals of Academy of Political and Social Science*, 2002, Vol. 579, pp. 87–105.
10. Helleiner E. Controlling Capital Flows “at Both Ends”: a Neglected (but Newly Relevant) Keynesian Innovation from Bretton Woods. *Challenge*, 2015, Vol. 58, Issue 5, pp. 413-427.
11. Heilperin M. A. International Monetary Economics. Longmans, Green, London, 1939.

12. Heilperin M. A. Fixed Parities and International Order // *PSL Quarterly Review*, 1955, Vol. 8, Issue 33, pp. 80–85.
13. Ilzetki E., Reinhart C. M., Rogoff K. S. Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor Will Hold? *The Quarterly Journal of Economics*, 2019, Vol. 134, Issue 2, pp. 599–646.
14. James H. The Multiple Contexts of Bretton Woods, edited by N. R. Lamoreaux, I. Shapiro. *The Bretton Woods Agreements: Together with Scholarly Commentaries and Essential Historical Documents*. New Haven, CT, Yale University Press, 2019, pp. 254–272.
15. Keynes J. M. Vol. XXV: Activities 1940–1944. Shaping the Post-War World: The Clearing Union. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, edited by D. E. Moggridge. London & Basingstoke, UK: The Macmillan Press, 1980.
16. Krugman P. The Case for Stabilizing Exchange Rates. *Oxford Review of Economic Policy*, 1989, No. 5 (3), pp. 61–72.
17. McKinnon R. Beggar-thy-Neighbor Interest Rate Policies. *Journal of Policy Modeling*, 2011, Vol. 33, Issue 5, pp. 759–775.
18. McKinnon R., Schnabl G. China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency. *China & World Economy*, 2014, Vol. 22, Issue 3, pp. 1–35.
19. Magnin E., Nenovsky N. Dependent Monetary Regimes in the Balkans: Enlarging the “Varieties of Capitalism” Hypothesis. *International Journal of Public Administration*, 2020, April 14. <https://doi.org/10.1080/01900692.2020.1742157>
20. Moore B. J. A Global Currency for a Global Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2004, Vol. 26, Issue 4, pp. 631–653.
21. Nenovsky N., Hristov K. The new currency boards and discretion: empirical evidence from Bulgaria. *Economic Systems*, 2002, Vol. 26, Issue 1, pp. 55–72.
22. Obstfeld M., Taylor A. M. International Monetary Relations: Taking Finance Seriously. *Journal of Economic Perspectives*, 2017, Vol. 31, Issue 3, pp. 3–28.
23. Ostry J. D., Ghosh A. R., Chamon M., Qureshi M. S. Capital Controls: when and why? *IMF Economic Review*, 2011, Vol. 59, Issue 3, pp. 562–580.
24. Robinson J. *Introduction to the Theory of Employment*. 2nd ed. London, Palgrave Macmillan, 1969.
25. Schwartz A. Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role. *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, No. 39, pp. 147–187.
26. Schuler K. The Problem with Pegged Exchange Rates. *Kyklos*, 1999, Vol. 52, Issue 1, pp. 83–102.
27. Toporowski J. *Multilateralism and Regional Trade and Payments*, edited by N. Levy J. Bustamante. London, Routledge, 2018, pp. 13–22.

28. Triffin R. The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1964.

29. Vemengo M., Rochon L. P. Exchange Rate Regimes and Capital Controls. *Challenge*, 2000, No. 43 (6), pp. 76–92.

Сведения об авторах

Николай Неновски

доктор экономических наук,
профессор Университета
Пикардии Жюль Верна,
LEFMI, Франция.
Адрес: Университет Пикардии
имени Жюль Верна, О-де-Франс,
Амьен, 80025, улица Сен-Леу, 76;
E-mail: nenovsky@gmail.com

Адриен Фодо

доцент кафедры экономики,
Университет Гренобля, Франция;
преподаватель IUT в Валансе.
Адрес: IUT Valence,
ул. Бартеlemi де Лаффемас, 51,
26000, Валансия, Франция.
E-mail: E-mail: adrien.faudot@univ-grenoble-
alpes.fr

Information about the authors

Nikolay Nenovsky

Doctor of Economics, Professor
University of Picardy Jules Verne,
Economics, Finance, Management
and Innovation Laboratory (LEFMI),
France.
Address: Jules Verne University of Picardy,
Hauts-de-France, 76 Rue Saint-Leu,
Amiens, 80025, France
E-mail: nenovsky@gmail.com

Adrien Faudot

Associate Professor of Economics,
University of Grenoble Alpes, Center
of Research in Economics of Grenoble
(CREG), France; IUT teacher in Valence
Address: IUT Valence, 51 Rue Barthelemy
de Laffemas, 26000 Valence, France.
E-mail: adrien.faudot@univ-grenoble-
alpes.fr